تنظيم الخدمات المالية وأسواق المال في دولة الإمارات*

إعداد

الرائد/ د. عبد السلام محمد عمر البلوشي (*)

ملخص البحث

إن لأسواق المال والخدمات المالية دورًا مهمًا في التنمية الاقتصادية للدولة. ولكي تقوم هذه الأسواق بدورها فلا بد من تنظيمها. كما لا بد من تحديث وتعديل قوانين وأنظمة أسواق المال باستمرار. موضوع هذا البحث يدور حول تنظيم الأسواق والخدمات المالية في دولة الإمارات. ويتناول البحث التطورات الحاصلة في مجال قوانين وأنظمة أسواق المال في دولة الإمارات منذ إنشاء الأسواق المالية الرسمية عام ٢٠٠٠م وإلى يومنا هذا. ونظرًا للتوسع الحاصل في أسواق المال والخدمات المالية في الدولة فإن هناك حاجة فعلية لبحث مدى مواكبة القوانين والأنظمة المعمول بها لهذا التطور. ولذلك يقدم هذا البحث شرحا للنظام المعمول به لتنظيم الأسواق والخدمات المالية في دولة الإمارات مبنيًا على المنهج التحليلي والتقييمي.

تكمن أهمية البحث في أنه يتناول مشكلة حقيقية تواجه الأسواق الناشئة ألا وهي تطوير القوانين والأنظمة بما يتواكب مع التطور الحاصل في صناعة التمويل

---

* أجيز للنشر بتاريخ ٢٠١٠/١/١٩.

(*) أستاذ مساعد – قسم القانون التجاري وقانون الشركات – أكاديمية شرطة دبي.

وبما يتماشى مع المعايير الدولية وأفضل الممارسات. ويستمد البحث أهميته أيضا من تخصصه في دولة الإمارات العربية المتحدة، التي تملك رؤية واضحة لتطوير اقتصادها وتنويع مصادر الدخل. وإمارة دبي على وجه الخصوص التي تعمل وفق خطة واضحة لتكون إحدى المراكز المالية العالمية.

يبدأ هذا البحث بمقدمة تحدد إشكالية وأهداف ومنهج البحث. ثم يتناول بعد ذلك أهمية أسواق المال وأهمية تنظيمها. ودور القوانين والأنظمة في كفاءة السوق. ومن ثم يقدم البحث شرحا لأسوق المال في الإمارات وأهم ميزاتها. ويستعرض بعد ذلك تجربة دولة الإمارات في مجال تنظيم أسواق المال ودور هيئة الأوراق المالية والسلع. بعد ذلك يتناول البحث تجربة مركز دبي المالي العالمي، مبينا أهداف المركز ودور سلطة دبي للخدمات المالية باعتبارها الجهة التنظيمية في المركز. أما المبحث الأخير فهو يتناول تطور ونمو الخدمات المالية في دولة الإمارات بالأرقام. وينتهي البحث باستعراض أهم النتائج التي توصل إليها البحث والتوصيات التي يقدمها الباحث.

المقدمة:

شهدت السنوات الأخيرة توسعا هائلا لأسواق المال وبروزها كوسيط في عمليات التمويل. حيث تقوم أسواق المال بدور مهم في توفير فرص استثمارية سواءً للمؤسسات الحكومية والخاصة أو للمستثمرين الأفراد. وأسواق المال والخدمات المالية تعكس صورة حقيقية لاقتصاد الدولة وتمثل مؤشراً للخطط التطويرية والمشاريع المستقبلية للقطاعين العام والخاص. وللأسواق المالية دور مهم في عمليات التمويل، ذلك أنه لكي يبقى الاقتصاد نشطاً فإن عمليات التمويل التي تقدمها

البنوك لا تكفي وحدها لتلبية الطلب المتزايد على التمويل. ويمكننا القول إن التمويل عن طريق القطاع غير البنكي (أي عن طريق أسواق المال) أصبح صناعة قائمة بذاتها. وأمام تنامي دور أسواق المال في عمليات التمويل أصبحت دول العالم أمام حل واحد لا بديل له، وهو إنشاء الأسواق المالية في الدول التي لم تنشئ مثل هذه الأسواق بعد والاهتمام بتطوير القوانين والأنظمة المطبقة في مثل هذه الأسواق. ولكن بالرغم من أن الأسواق المالية بدأت تتوسع في مختلف دول العالم إلا أن القوانين والأنظمة المعمول بها في الأسواق الناشئة ما زالت متخلفة ولا تواكب التطور والتوسع الحاصل في صناعة التمويل.

موضوع هذا البحث يدور حول تنظيم الخدمات المالية وأسواق المال في دولة الإمارات. ويتناول البحث التطورات الحاصلة في مجال قوانين وأنظمة أسواق المال في دولة الإمارات منذ إنشاء الأسواق المالية الرسمية عام ٢٠٠٠م وإلى يومنا هذا. ولن يتطرق البحث إلى الأحكام التي تضمنتها القوانين المعمول بها في أسواق المال في الدولة، وإنما خصص هذا البحث للنظر في تطور مجموعة القوانين والقرارات واللوائح والأنظمة. ويتطرق البحث لمدى مواكبة وملاءمة هذه القوانين والأنظمة للتطور الحاصل في أسواق المال. ويعد موضوع البحث من الموضوعات التي نادرا ما يساهم فيها باحثون قانونيون وخصوصا في مجال دولة الإمارات. ونظراً للتوسع الحاصل في أسواق المال والخدمات المالية في الدولة فإن هناك حاجة فعلية لبحث مدى مواكبة القوانين والأنظمة المعمول بها لهذا التطور. وللتأكيد على أصالة البحث والإضافة العلمية فإن الباحث يسلك في هذا البحث المنهج التحليلي والتقييمي للنظر في النظام المعمول به لتنظيم الأسواق والخدمات المالية في دولة الإمارات، مبيناً مراحل تطور هذا النظام ومواطن القصور. كما يسلك الباحث أيضاً المنهج المقارن

عند الضرورة للإشارة إلى التطور الحاصل في تنظيم أسواق المال على المستوى الدولي. وبذلك يقدم الباحث مساهمة علمية من خلال بحث مشكلة واقعية، ويهدف من خلال البحث إلى الإضافة العلمية في موضوع تندر فيه المساهمات البحثية.

تكمن أهمية البحث في أنه يتناول مشكلة حقيقية تواجه أسواق المال الناشئة ألا وهي تطوير القوانين والأنظمة بما يتواكب مع التطور الحاصل في صناعة التمويل وبما يتماشى مع المعايير الدولية وأفضل الممارسات. ويستمد البحث أهميته أيضا من تخصصه في دولة الإمارات العربية المتحدة، التي تملك رؤية واضحة لتطوير اقتصادها وتنويع مصادر الدخل لديها. ولا شك أن دولة الإمارات تولي اهتماماً كبيراً بالأسواق والخدمات المالية، حيث إن هذا القطاع يساهم في الناتج المحلي الإجمالي ويشكل مصدراً مهماً للدخل. ويركز البحث على إمارة دبي التي تعمل وفق خطة واضحة لتكون مدينة المستقبل ومن أهم أهدافها أن تكون إحدى المراكز المالية العالمية.

ولكي يحقق البحث الهدف المرسوم له ووفق منهجية البحث السابق ذكرها، فإن الباحث يرى أن يقسم البحث إلى ثلاثة مباحث متفرعة، كالتالي:

المبحث الأول: الدور الاقتصادي لأسواق المال وأهمية تنظيمها.

المبحث الثاني: تنظيم الأسواق المالية المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات.

المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية المحلية في دولة الإمارات.

المطلب الثاني: تنظيم الأسواق المالية المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات.

المبحث الثالث: تنظيم أسواق المال والخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي (Dubai International Financial Centre DIFC)

المطلب الأول: إنشاء مركز دبي المالي العالمي.

المطلب الثاني: تنظيم أسواق المال والخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي.

المبحث الرابع: تطور الخدمات المالية في دولة الإمارات بالأرقام.

النتائج والتوصيات:

المبحث الأول

الدور الاقتصادي لأسواق المال وأهمية تنظيمها

تؤدي الأسواق المالية دور الوسيط في عمليات التمويل. وبالرغم من أن القطاع البنكي يمكن أن يقوم بدور مشابه، إلا أن عمليات التمويل من خلال أسواق المال تتميز بأنها ذات تكلفة أقل، وأنها توفر تمويلا طويل الأجل. وبقيامها بدور التمويل تقوم أسواق المال بالتوجيه الأمثل للموارد المالية إلى المشاريع التي تحتاج إلى التمويل، وتوفر فرصاً استثمارية للمستثمرين والمقرضين. والأسواق المالية بذلك تمثل أداة هامة لتحقيق النمو الاقتصادي. ويفترض في أسواق المال أن تكون فعالة لكي تقوم بدورها في التوجيه الأمثل للموارد المالية. وينعكس دور الأسواق المالية على الاقتصاد الكلي، ذلك أن الدولة التي تملك موارد مالية ولكنها لا تملك أسواقاً

مالية فعالة لتوجيه هذه الموارد نحو مشاريع منتجة فإنها لا تستفيد من هذه الموارد المالية على الوجه الأمثل. [١]

خلال العقود الأخيرة أصبح التمويل صناعة قائمة بذاتها. وأصبحت أسواق المال تلعب دور الوسيط (intermediary) في عمليات التمويل التي تعد المحرك الرئيسي للاقتصاد، سواء كان التمويل يخدم القطاع العام كاقتراض الحكومة من خلال طرح السندات وذلك لإنشاء البنى التحتية والمشاريع الحكومية، أو القطاع الخاص كما هو الحال في الإصدارات الأولية للشركات المساهمة. وقد توسعت الأسواق المالية كما وكيفا. حيث ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق الأوراق المالية (securities markets) وأسواق المشتقات المالية (derivatives markets) وأسواق السلع مثل الذهب والبترول (commodities markets). وفي العقود الأخيرة أيضا تضاعف حجم الأسواق المالية من حيث قيم الأدوات المالية المدرجة ومن حيث قيم التداولات. ولتلبية حاجة السوق فإن الخدمات المالية أيضا تعددت، وطغى عليها طابع التخصص. ونظرا لتوسع أسواق المال، والخدمات المالية، وتخصصها فإن المنشآت المالية أصبحت بدورها أيضا متعددة وذات تخصصات مختلفة. وفي كثير من الأحيان تقدم الشركة الواحدة أكثر من خدمة مالية واحدة. فعلى سبيل المثال يمكن أن ينشئ البنك الواحد عدة أقسام، ويكون كل قسم متخصصاً في خدمة مالية معينة، كأن يكون هناك قسم مختص بالاكتتابات، وقسم آخر يعمل كوسيط مالي، وقسم آخر يدير صناديق مالية لحساب الغير. وقد يكون هناك تعارض للمصالح بين الخدمات

(1) RENÉ STULZ, Does Financial Structure Matters for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective, in Financial Structure and Economic Growth: a Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development 140. ASLI DEMIRGÜÇ-KUNT AND ROSS LEVINE, eds. 143 (2004).

التي تقدمها الأقسام المندرجة تحت شركة واحدة. كأن يقدم أحد الأقسام التابعة للشركة استشارة مالية للمستثمرين تتضمن توصية بالبيع أو الشراء في أسهم الشركة الأم. وأمام هذا التعقيد والتشابك في الخدمات المالية يتبين لنا دور وأهمية التدخل التنظيمي.(٢)

وفي وقتنا الحالي فإن هناك غابة، إن صح القول، من المؤسسات المالية والخدمات المالية التي تقدمها. ويمكن اعتبار أسواق المال أو ما يسمى (marketplace) الميدان الذي تلتقي فيه جميع المؤسسات المالية (financial institutions)، ومن هذه المنشآت المالية: الوسطاء الماليون (financial brokers) والبنوك الاستثمارية(investment banks) ومتعهدو الاكتتاب (underwriters) ودور المقاصة (clearing and settlement houses) والشركات الاستثمارية (investment companies) والصناديق الاستثمارية (funds). ومن الخدمات المالية (financial services) التي تقدمها هذه المؤسسات المالية: عمليات الإقراض(providing credit) وتلقي الودائع (accepting deposits) وعمليات الاستثمار (dealing in investments) وإدارة الأصول (managing assets) وإدارة صناديق الاستثمار (managing funds). هذا بالإضافة إلى الخدمات المالية المساعدة (ancillary financial services)، ومن أمثلتها خدمات المحاسبة (accounting) وخدمات البحوث، والاستشارات المالية (financial advisory services) وخدمات الأخبار التنظيمية (regulatory news services).(٣)

---

(٢) وتتمثل نقطة التحول التاريخية في تحرير الخدمات المالية وفتح المجال أمام المؤسسات المالية في تقديم أكثر من خدمة مالية في الإصلاحات التي سميت بـ Big Bang في المملكة المتحدة. لمزيد من المعلومات انظر:

L. C. B. GOWER, *"Big Bang" and City Regulation*. 51 The Modern Law Review 1 (1988).

(٣) معظم القوانين والأنظمة في المنطقة لا تلاحق هذا التطور والتنوع في المؤسسات المالية والخدمات المالية من حيث الترخيص والتنظيم. أما في مركز دبي المالي العالمي فإن المادة ٤٢

ولكي تقوم الأسواق المالية بدورها كوسيط بين المستثمرين والمقرضين من جهة والمشاريع العامة والخاصة من جهة أخرى، فإنه لا بد من أن تتصف هذه الأسواق بالكفاءة (Efficient Capital Market). ويعني ذلك استيعاب السوق للمعلومات المتاحة بشكل سريع وانعكاس هذه المعلومات على أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق وصولا إلى التقييم العادل والسعر العادل للورقة المالية (أو أية وحدة استثمارية أخرى مدرجة). ولكي يتحقق ذلك لا بد من توافر عدة مقومات أساسية لدعم كفاءة السوق. ومن هذه المقومات تطبيق نظام للإفصاح عن المعلومات المالية المتعلقة بمصدري الأوراق المالية. ونقصد بنظام الإفصاح هنا فرض نوعين من الالتزامات على مصدري الأوراق المالية، أولهما: إلزام مصدري الأوراق المالية بالإفصاح الربع السنوي، وثانيهما: الإفصاح الفوري عن أية معلومة جوهرية غير معلنة وغير متوفرة لعامة المستثمرين حال توافر المعلومة لدى المصدر.[٤] ومن مقومات كفاءة السوق أيضا كفاءة مصدري الأوراق المالية. ونقصد بذلك المراكز المالية والخطط المستقبلية وملاءة مصدري الأوراق المالية. وهنا تكمن أهمية وجود نظام للإدراج بحيث نضمن تلافي إدراج أوراق مالية لشركات لا تملك مراكز مالية قوية أو لشركات ليس لها جدوى اقتصادية أو حتى لشركات وهمية. ومن المهم أيضا وجود نظام لطرح أو عرض الأوراق المالية بحيث تكون هناك التزامات محددة على

من القانون التنظيمي لسنة ٢٠٠٤ تنظم مختلف المؤسسات المالية والخدمات المالية التي تقدمها. انظر المرجع التالي:

MICHAEL BLAIR AND JAMIE ORCHARD, *Legal Issues arising in the new Dubai International Financial Centre*. 20 Journal of International Banking Law and Regulation 207 (2005).

(4) ALAN A. STEPHENS AND CARYN L. BECK-DUDLEY, *The Efficient Market Theory and Insider Trading: Are We Ahead in the Right Direction?* 27 American Business Law Journal 441 (1989).

الشركات أو المشاريع التي تسعى إلى إصدار أوراق مالية أو وحدات استثمارية أو أدوات مالية، بحيث يكون الغرض من هذه الالتزامات ضمان الشفافية وضمان طرح أوراق مالية لشركات ومشاريع تمتلك مراكز مالية قوية وخططاً مستقبلية مدروسة.(٥) ومن مقومات كفاءة السوق أيضا وجود نظام فعال للإشراف على عمليات التداول. ويقصد بذلك وجود نظام يضمن تفاعل قوى العرض والطلب ويضمن في نفس الوقت تلافي التأثير المصطنع في حركة التداول. ومن وظائف هذا النظام أيضا منع التلاعب بالسوق، ومنع تعامل المطلعين وتسريب المعلومات واستغلال المعلومات الجوهرية غير المعلنة في التداول في الأوراق والأدوات المالية.(٦)

ويمكننا أن نختصر الدور الاقتصادي للأسواق المالية في ثلاث نقاط رئيسية، هي:(٧)

- تقوم الأسواق المالية بتوظيف رؤوس الأموال عن طريق تجميع المدخرات والاستثمارات وتوجيهها إلى المشروعات الإنتاجية. وهي بذلك تجمع بين طائفتين تحتاج كل منها للأخرى، الطائفة الأولى هم المدخرون أو المستثمرون والطائفة الثانية هم أصحاب المشروعات الإنتاجية

(٥) د. محمد الصيرفي، البورصات، ٣٥ (٢٠٠٧).
الاتجاه الحديث هو أن القوانين والأنظمة تنطبق ليس فقط على مصدري الأوراق المالية وإنما على جميع مصدري الأدوات المالية المدرجة في السوق (كمصدري السندات والمشتقات المالية والعقود الآجلة وحتى الوحدات الاستثمارية في الصناديق الاستثمارية). المرجع التالي:
BALL IAN, Definition of the Reporting Entity (1988).
لشرح مستفيض حول أنواع الأوراق المالية والأدوات المالية الأخرى انظر: د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ٣ (١٩٩٩).

(٦) المرجع السابق، ٣٥.

(٧) د. عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، ٣٦-٥٨ (٢٠٠٩).

والاستثمارية، والتي غالباً ما تتمثل في شركات مساهمة ذات أغراض متعددة، وتحتاج لرؤوس أموال كبيرة.

- يفترض في الأسواق المالية أن تكون منظمة لتحقق العدالة بين المستثمرين. حيث يفترض أن تكون هناك أنظمة فعالة تلزم الشركات المدرجة بالإفصاح، وتمكن المستثمرين من الحصول على المعلومات على قدم المساواة بما يحقق العدالة بين المستثمرين. وتقوم الأسواق المالية بتجميع العروض والطلبات على الأوراق المالية أو الأدوات المالية الأخرى المدرجة في مكان واحد ووقت واحد ليتحدد السعر العادل بتلاقي العروض والطلبات. ولكن ليتحدد السعر العادل فإنه من الضروري أن يحصل المستثمرون على المعلومات الكافية التي تمكنهم من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. والأسواق المالية إذ توفر مكاناً لتلاقي العروض والطلبات فإنها تحقق قدراً من الأمان للمستثمرين الذين يمكنهم الحصول على السيولة بسرعة عن طريق بيع الأوراق المالية التي يملكونها بأسعار عادلة.
- تقوم الأسواق المالية بدور هام كوسيط في تمويل المشروعات الخاصة والحكومية. حيث تلجأ الشركات والجهات الحكومية على حد السواء إلى الأسواق المالية لتجميع رؤوس الأموال اللازمة لعمليات التوسع والمشروعات الجديدة. وكفاءة الأسواق المالية تقاس بمدى توجيهها الموارد المالية التوجيه الأمثل نحو المشاريع التي تعود بالنفع على الاقتصاد القومي.

على أن ما ذكرناه أعلاه من الدور الاقتصادي لأسواق المال والمقومات التي تمكنها من أداء دورها ليس إلا خطوطاً عريضة لأهم المقومات التي يجب توافرها لكي يتمتع السوق المالي بالكفاءة. ولكننا نهدف من وراء هذا العرض المختصر لمقومات الأسواق المالية إبراز أهمية دور تنظيم الأسواق والخدمات المالية. ونستنتج من الطرح السابق التعقيد والتشابك الذي نشهده في المؤسسات المالية والخدمات المالية التي تقدمها في أسواق المال. ويتبين لنا أهمية التدخل التشريعي من خلال القوانين والأنظمة التي يجب أن تطبق على كل من السوق ومصدري الأوراق المالية وعلى المتداولين وجميع المؤسسات المالية الفاعلة في السوق، بما يضمن سلامة التعاملات وشفافية السوق وحماية المستثمرين.

وإذا كان القانون يلعب دورا مهما في المجتمع من حيث حماية المصالح فإن التنظيم يلعب دورا مماثلا في أسواق المال. في أي سوق للبضائع أو الخدمات هناك إطار قانوني يحكم التعاملات. ونقصد بالإطار القانوني هنا مجموعة القوانين التي يمكن أن تطبق على المعاملات، فعلى سبيل المثال في دولة الإمارات العربية المتحدة وقبل إنشاء أسواق الأوراق المالية الرسمية وصدور القوانين المنظمة لم تكن هناك سوى الأحكام الواردة في الإطار القانوني العام لتطبق على معاملات الأوراق المالية. ويتمثل الإطار القانوني العام في قانون المعاملات المدنية رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ وقانون المعاملات التجارية رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ وقانون الشركات التجارية رقم ٨ لسنة ١٩٨٤. وفي مختلف دول العالم كانت الأسواق المالية لفترة طويلة يحكمها الإطار القانوني المعمول به في جميع الأسواق الأخرى. ولكن نظرا للتطور الهائل لأسواق المال فإنه من المستحيل الاعتماد على الإطار القانوني العام لتنظيم هذه

الأسواق.[٨] فعلى سبيل المثال يعتمد المستثمر في أسواق المال اعتمادًا كبيرًا على المعلومات المتوفرة لاتخاذ القرارات الاستثمارية. ولكن الإطار القانوني العام لا يفرض التزامات محددة على مصدري الأوراق المالية بالإفصاح عن المعلومات. وهذا يسبب قصورًا في المعلومات المتوفرة لعامة المستثمرين، وبالتالي يؤدي إلى عدم المساواة بين المستثمرين في الحصول على المعلومة. ومن المجالات الأخرى التي تستدعي التدخل إلزام جميع المؤسسات المالية العاملة في السوق والأفراد العاملين والمستثمرين بقواعد السلوك. فعلى سبيل المثال هناك حاجة إلى إلزام المستثمرين بعدم التلاعب بالسوق، وتجنب التعاملات الوهمية واستغلال المعلومات الداخلية. وهذا كله يحتاج إلى تدخل تنظيمي وإشراف من قبل الجهة التنظيمية ومن قبل السوق. يتضح من هذه الأمثلة مدى حاجة أسواق المال إلى قوانين وأنظمة متخصصة. والتنظيم بهذا المعنى يعد ركنا مهما من أركان الأسواق المالية. ويلعب التنظيم دورًا مهمًا في تحقيق العدالة ودعم الثقة في السوق، ويحكم الأنشطة والخدمات التي يقدمها السوق والمنشآت المالية الفعالة فيها.[٩]

وللهيئات التنظيمية سياسات مختلفة، ولكنها تتلاقى في نقاط رئيسية منها على سبيل المثال:[١٠]

(٨) في تمييز الأسواق المالية عن غيرها من الأسواق الأخرى انظر: د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، ٥٨ (٢٠٠٩).

(9) Iain MacNeil, An Introduction to the Law on Financial Investment 27 (2005).

(١٠) د. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ١٤١ (٢٠٠٧).

- تعتبر الهيئة التنظيمية في أية دول هي الجهة المختصة بتطبيق قانون سوق المال والأوراق المالية أوما يعادلها من قوانين. وتختص كذلك بإصدار القرارات والأنظمة اللازمة لتطبيق مثل هذه القوانين.
- مراعاة المعايير الدولية وأفضل الممارسات سواء في القوانين والأنظمة التي تصدرها أوفي تطبيق مثل هذه القوانين والأنظمة.
- الحفاظ على الشفافية في السوق، وذلك من خلال تنفيذ أنظمة الإفصاح والشفافية التي تلزم مصدري الأوراق المالية بالإفصاح عن أية معلومات جوهرية.
- حماية المستثمرين واستثماراتهم من خلال عدة وسائل منها: التأكيد على معيار الشفافية الذي يمكن المستثمرين من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ووضع معايير لترخيص المؤسسات العاملة في السوق للتأكد من ملاءة وكفاءة هذه المؤسسات ، ومراقبة مدى تطبيق المؤسسات العاملة في السوق للقوانين والأنظمة المعول بها، والمحافظة على نسب معقولة من التذبذب في أسعار الأوراق المالية وتقليل نسبة الخطورة، وأيضا من خلال مراقبة السوق للتأكد من أن التعاملات سليمة، ولا تتضمن عمليات احتيال أو استغلال لمعلومات داخلية أو مضاربات وهمية.
- دعم الثقة في عدالة السوق من خلال تطبيق القانون والتحقيق مع المتورطين في عمليات مشبوهة وتقديمهم للعدالة.
- التعاون مع الهيئات التنظيمية في الدول الأخرى من خلال الدخول في مذكرات تفاهم ثنائية وجماعية وذلك لتطبيق القوانين والأنظمة والمعايير الدولية.
- مراعاة مبدأ الجدوى الاقتصادية وتجنب تطبيق أنظمة تكون فيها الكلفة المفروضة أعلى من العائد بالنسبة للمؤسسات العاملة في السوق.

المبحث الثاني

تنظيم الأسواق المالية المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات

يقسم هذا المبحث إلى مطلبين هما، المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية المحلية في دولة الإمارات، وتنظيم الأسواق المالية المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات.

المطلب الأول

نشأة وتطور الأسواق المالية المحلية في دولة الإمارات

تعد تجربة دولة الإمارات مع الأسواق المالية حديثة. وعلى الرغم من انتشار التداول في أسهم الشركات العامة عن طريق الوسطاء الذين كان أغلبهم غير مرخصين، إلا أن الأسواق الرسمية لم تنشأ إلا بعد العام ٢٠٠٠ م.[١١] تمثلت نقطة التحول من الأسواق المالية غير الرسمية إلى الأسواق المالية الرسمية في دولة الإمارات في إصدار رئيس الدولة للقانون رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية. حيث شكل هذا القانون المرجعية التي على أساسها تم إنشاء الأسواق المحلية للأوراق المالية والسلع. واستنادا على هذا القانون أيضا تم إنشاء هيئة الأوراق المالية والسلع كجهة حكومية مختصة في تنظيم الأسواق المالية واعتبارها الهيئة الرقابية والتنظيمية التي تشرف على تنظيم هذه الأسواق.[١٢]

(١١) على الرغم من عدم وجود سوق رسمية منظمة في دولة الإمارات قبل العام ٢٠٠٠م، إلا أن تداول الأسهم كان يمثل قناة استثمارية هامة. وكانت قانونية عمليات التداول تستند إلى الأحكام الواردة في القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية، خصوصا تلك الأحكام المتعلقة بالاكتتاب في الشركات المساهمة العامة وإصدار الأسهم والسندات وطرق تداولها والقيود القانونية الواردة على التداول. انظر: صالح راشد الحمراني، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، ٨٤ (٢٠٠٤).

(١٢) عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، ٢١٦ (٢٠٠٢).

تبع هذا القانون إصدار حاكم دبي للمرسوم رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٠ بإنشاء سوق دبي المالي كأول سوق مالي رسمي في دولة الإمارات. وقد نصت المادة (٤) من المرسوم على أنه "يستهدف السوق تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات، وتقديم الاقتراحات، والإشراف، والمتابعة اليومية لتداول الأوراق المالية والسلع في إمارة دبي وفقا لأحكام القانون الاتحادي وأحكام هذا القانون"[١٣]. لا يتضح لنا من المادة السابقة أن المرسوم وضع أهدافا محددة للسوق. وتفسيرنا لذلك أن هذه المادة تحيل إلى أحكام القانون الاتحادي والذي بدوره ينص على أهداف إنشاء السوق. ولكننا نرى أنه كان من الأولى أن يكون هناك نص قانوني صريح على أن يكون عمل السوق مرتكزا على مبدأ شفافية وعدالة السوق وحماية مصالح المستثمرين والاقتصاد الوطني.

وبالرغم من عدم وضوح القانون في هذه النقطة إلا أن سوق دبي المالي تمكن من تحديد نشاطاته الرئيسية وهي: تقديم فرصة للاستثمار في السندات بالشكل الذي يخدم الاقتصاد الوطني بشكل أفضل وتنظيم عملية تداول الأوراق المالية وضمان حرية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير المناسبة والحفاظ على أعلى مستويات السيولة وتنظيم نقل ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية وتطبيق قوانين الممارسة المهنية والمبادئ والتدريب للوسطاء وموظفي السوق وجمع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية وتوعية المستثمرين.[١٤]

وتمكن سوق دبي المالي خلال سنوات عمله من تحقيق إنجازات هامة في عدة مجالات منها على سبيل المثال: تقديم خدمات متميزة وبيئة تداول حيوية وذات

---

(١٣) المرسوم رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٠ بإنشاء سوق دبي المالي.
(١٤) سوق دبي المالي، دليل التحول إلى مساهمة عامة، ١٢ (٢٠٠٨).

مصداقية والتعامل مع التطور الدائم ومواكبة التقنيات والابتكار والتأقلم مع احتياجات السوق وتقديم الشركات المدرجة للمستثمرين الدوليين من المؤسسات المالية من خلال القيام بحملات ترويجية محليا وإقليميا ودوليا والإدراج المزدوج للشركات المدرجة إقليميا.[١٥]

في نفس السنة أصدر حاكم أبوظبي القانون رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ في شأن إنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية كثاني سوق مالي رسمي على مستوى الدولة. ووضع القانون أهدافا واضحة للسوق وهي: إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية وتنمية الوعي الاستثماري والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.(١٦) ويتميز سوق أبوظبي للأوراق المالية بالقرارات التنظيمية التي أصدرها مجلس إدارة السوق المتعلقة بالإفصاح والشفافية، وذلك استنادا إلى قانون هيئة الأوراق المالية رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ وقانون السوق رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠. ومن هذه القرارات الهامة قرار مجلس إدارة السوق المتعلق بتنظيم تعاملات أعضاء مجالس إدارات الشركات المدرجة وغيرهم من المطلعين على المعلومات الداخلية. ويتميز سوق أبوظبي للأوراق المالية كذلك بإلزام الشركات المدرجة بالإفصاح الدوري عن التقارير المالية المحلية والسنوية. ويلزم السوق الشركات المدرجة بإصدار تقارير مراجعة من مدقق الحسابات الخارجي ووفق المعايير المحاسبية الدولية وذلك للتأكيد على أهمية نوعية وجودة المعلومات. كما يقوم السوق بتوزيع هذه البيانات والمعلومات للتأكد من وصول هذه المعلومات إلى أكبر شريحة من المستثمرين.

---

(١٥) المرجع السابق، ١١.
(١٦) القانون رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠ في شأن إنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية.

حيث توزع البيانات والمعلومات على الوسطاء والجمهور في قاعة التداول، وتنشر في الصحافة المحلية بشكل منتظم إضافة إلى توفيرها في الموقع الإلكتروني للسوق.(١٧)

وبعد إنشاء سوقي دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية تم استحداث مركز دبي للسلع المتعددة لإنشاء أسواق متخصصة في التداول في عقود السلع مثل النفط والذهب والماس والمعادن الثمينة. وقد أنشئت بورصة دبي للذهب والسلع في سنة ٢٠٠٥ م. وأنشئت ضمن مركز دبي للسلع المتعددة أيضا بورصة دبي للماس التي نالت عضوية الاتحاد العالمي لبورصات الماس في سنة ٢٠٠٤.

هيئة الأوراق المالية والسلع هي الجهة التنظيمية لمركز دبي للسلع المتعددة. وتهدف الهيئة من خلال التنظيم إلى توفير الفرصة للاستثمار في عقود ومشتقات السلع المتعددة على نحو يحقق القيمة الاقتصادية المضافة مع التأكيد على سلامة التعاملات واتسامها بالعدالة والشفافية. وقد قامت الهيئة بإصدار الأنظمة العامة التي تطبق على التداول في عقود السلع في الأسواق المرخصة، ومنها بورصة دبي للذهب والسلع. ومن هذه الأنظمة النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية والنظام الخاص بعمل السوق. إلى جانب ذلك أصدرت الهيئة أنظمة خاصة لتنظيم أسواق السلع ومنها النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع. وتعمل هيئة الأوراق المالية والسلع بالتعاون مع السلطة التنظيمية لبورصة دبي للذهب والسلع المتعددة للإشراف على الأسواق التابعة للأخيرة. وإلى جانب أنظمة الهيئة أصدر مركز دبي للسلع المتعددة أنظمة خاصة به. تتميز هذه

---

(١٧) سوق أبوظبي للأوراق المالية، الالتزامات الخاصة بالشركات المدرجة. متاح على الرابط: http://www.adx.ae/Arabic/Securities/Pages/GettingListed.aspx، تاريخ الإتاحة ٢٠٠٩/٨/٢٥.

الأنظمة باتباع نهج متوازن، وذلك بتجنب التساهل الذي يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين مع السوق وبتجنب التقييد المفرط الذي يقلل من حرية الشركات والمتعاملين في مباشرتهم لأعمالهم. وحقق مركز دبي للسلع المتعددة خلال فترة وجيزة البنية القانونية والمؤسسية اللازمة التي يمكنها من القيام بدورها. حيث يقوم المركز بتنظيم تجارة المعادن النفيسة بأسلوب الجملة. ومن الأنظمة التي أصدرها مركز دبي للسلع المتعددة نظام إيصالات عقود دبي لسنة ٢٠٠٤. (١٨)

المطلب الثاني

تنظيم الأسواق المالية المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات

هيئة الأوراق المالية والسلع هي الجهة التنظيمية لأسواق المال في دولة الإمارات.(١٩) حيث تنص المادة (٢) من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع على أنه: "تنشأ في عاصمة الدولة هيئة عامة تسمى "هيئة الأوراق المالية والسلع" تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة التي تصدر تنفيذا لها وتلحق بالوزير. وللهيئة أن تنشئ فروعا لها أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على

(١٨) مجدي عبيد "دبي للسلع المتعددة" يوازن تنظيم التجارة، البيان الاقتصادي، الأربعاء ٥ أغسطس ٢٠٠٩م، العدد ١٠٦٤٠.

(١٩) هيئة الأوراق المالية والسلع هي الجهة الاتحادية التنظيمية لجميع الأسواق المالية المحلية في دولة الإمارات. ولذلك فإن القوانين الاتحادية والأنظمة واللوائح التي تصدرها الهيئة تطبق على كل من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي وأسواق السلع التابعة لمركز دبي للسلع المتعددة. وعلى الجانب الآخر فإن هيئة الأوراق المالية والسلع لا تنظم الخدمات والأسواق المالية في نطاق مركز دبي المالي العالمي، حيث إن هذا الأخير منطقة مالية حرة وله جهة منظمة مستقلة هي سلطة دبي للخدمات المالية.

الأسواق. ويحظر على الهيئة أن تمارس أعمال التجارة أو يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تمتلك أو تصدر أية أوراق مالية."[٢٠]

وبالمقارنة فإن المشرع الكويتي نظم سوق الأوراق المالية بالمرسوم الصادر في ١٤ أغسطس ١٩٨٣ وبالمرسوم رقم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥ بتعديل نص المادة الثالثة من المرسوم السابق. وبمقتضى هذا التعديل تكون "هيئة سوق الكويت للأوراق المالية" هي المختصة بتنظيم ومراقبة السوق. أما في المملكة العربية السعودية فإنه بمقتضى المرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ أنشأت "هيئة السوق المالية" وأصبحت هي الجهة المسؤولة عن تنظيم السوق.[٢١]

تنص المادة (٣) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع على أنه: "تستهدف الهيئة تحقيق الأغراض الآتية:

١- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها، ويضمن تفاعل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين.
٢- تنمية الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات.
٣- العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي."[٢٢]

(٢٠) القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
(٢١) د. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، ٩٩، ١١٠ (٢٠٠٩).
(٢٢) المرجع السابق، المادة (٣).

كما تنص المادة (٤) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع على السلطات اللازمة التي تمكن الهيئة من تحقيق أهدافها كالتالي:

"**أولا: للهيئة في سبيل تحقيق أغراضها ممارسة الصلاحيات الآتية:**

١- اقتراح الأنظمة الخاصة بما يلي على أن تصدر بقرار من مجلس الوزراء:

أ- النظام الخاص بعملها.

ب- النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه.

ج- النظام الخاص بقبول وإدراج وإلغاء أو تعليق إدراج أية أوراق مالية أو سلع من التداول في السوق.

٢- وضع الأنظمة التالية بالتشاور والتنسيق مع الأسواق المرخصة في الدولة:

أ- النظام الخاص بعمل السوق.

ب- النظام الخاص بالوسطاء وتنظيم عملهم وإيقافهم.

ج- النظام الخاص بالتداول بالمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.

د- النظام الخاص بعضوية السوق.

هـ- النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.

و- نظام التحكيم في المنازعات الناشئة عن تداول الأوراق المالية والسلع.

٣- تشكيل اللجان الفنية المتخصصة، وتحديد نطاق عملها، ومقابل أتعابها.

٤- الاتصال بالأسواق العالمية بهدف الإطلاع، وتبادل المعلومات والخبرات، والانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.

٥- القيام بجميع الأعمال الأخرى التي تساعد في تحقيق أغراض الهيئة، أو ممارسة صلاحياتها وفقا للقانون.

ثانيا: يجوز للأسواق المرخصة في الدولة اقتراح التعديلات التي تراها مناسبة على الأنظمة المنصوص عليها في هذه المادة." (٢٣)

وبالمقارنة مع اختصاصات الجهة التنظيمية للسوق في الكويت، فقد صدر المرسوم رقم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥ بتعديل اختصاصات وصلاحيات هيئة سوق الكويت للأوراق المالية بحيث أصبحت هذه الهيئة مختصة بوضع القواعد والسياسات العامة لسوق الكويت للأوراق المالية. وتختص الهيئة بوضع قواعد التعامل في الأوراق المالية والإشراف والرقابة عليها والحفظ المركزي والتسوية والمقاصة وقيد الوسطاء وإدراج أسهم الشركات المساهمة أو أية أوراق مالية أخر. كذلك تختص الهيئة بالرقابة على تعامل الصناديق الاستثمارية وضوابط الاستحواذ وضوابط السلوك المهني.(٢٤)

أما في المملكة العربية السعودية فقد نصت المادة الخامسة من المرسوم الملكي رقم م/٣٠ وتاريخ ١٤٢٤/٦/٢هـ على أن تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام هذا النظام وفي سبيل ذلك تقوم

---

(٢٣) القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.
(٢٤) المادة (٦) من المرسوم ١٥٨ لسنة ٢٠٠٥ (الكويت).

الهيئة بتنظيم السوق المالية وتطويرها وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.(٢٥)

من خلال المقارنة مع الجهات التنظيمية للدول الخليجية التي تتمتع بأسواق مالية مشابهة للأسواق المالية في دولة الإمارات يتبين لنا أن من أهم السلطات التي يجب أن تمنح للجهة التنظيمية سلطة إصدار اللوائح والأنظمة. وبالرجوع إلى المادة (٤) من القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ يتبين لنا أن من أهم السلطات الممنوحة للهيئة سلطة إصدار اللوائح والأنظمة اللازمة لتنظيم الأسواق والخدمات المالية. واستنادا إلى المادة (٤) من هذا القانون تمكنت الهيئة من ممارسة سلطاتها في اقتراح أو إصدار الأنظمة. وتمكنت الهيئة من تحقيق خطوات هامة في مجال إصدار الأنظمة بمقتضى القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ والأنظمة التي صدرت حتى الوقت الحالي هي:(٢٦)

١- النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه. (صدر من مجلس الوزراء).

٢- النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع. (صدر من مجلس الوزراء).

٣- نظام عمل هيئة الأوراق المالية والسلع. (صدر من مجلس الوزراء).

الأنظمة التي صدرت من مجلس إدارة الهيئة هي:

١- النظام الخاص بالوسطاء.

---

(٢٥) د. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، ١١٠ (٢٠٠٩).

(٢٦) هذه الأنظمة متاحة على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع، متاحة على الرابط http://sca-mo1.sca.ae/Arabic/legalaffairs/Pages/default.aspx، تاريخ الإتاحة ٢٠٠٩/٨/٢٥.

٢- النظام الخاص بعضوية السوق.
٣- النظام الخاص بالإفصاح والشفافية.
٤- نظام التحكيم في المنازعات الناشئة عن تداول الأوراق المالية.
٥- النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية.
٦- النظام الخاص بعمل السوق.
٧- النظام الخاص بإدراج الشركات الأجنبية.
٨- النظام الخاص بفتح قاعات التداول.
٩- النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية
١٠- النظام الخاص بإدراج سندات الدين.
١١- النظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع.
١٢- ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي.
١٣- ضوابط وآلية فصل الحسابات لدى الوسطاء.
١٤- نظام التداول عبر الإنترنت.
١٥- نظام التداول بالهامش.

وإلى جانب الأنظمة المذكورة هناك قرارات هامة أصدرتها الهيئة لتتمكن من تحقيق أهدافها فيما يتعلق بتنظيم أسواق المال مثال ذلك قرار بشأن الإدراج المشترك وقرار رقم (٤٨/ر) لسنة ٢٠٠٨ بشأن الاستشارات المالية والتحليل المالي.

إلى جانب أحكام القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ هناك قرارات صادرة من مجلس الوزراء تمثل أيضا الإطار التشريعي لتنظيم أسواق المال المحلية والخدمات المالية في دولة الإمارات. حيث أصدر مجلس الوزراء لدولة الإمارات

العربية المتحدة في العام ٢٠٠٠ ثلاثة قرارات لتنفيذ القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠ في هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع. هذه القرارات هي قـرار مجلس الوزراء رقم (١١) لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخـاص بتـرخيص السـوق والرقابة عليه وقرار مجلس الوزراء رقم (١٢) لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظـام الخـاص بإدراج الأوراق المالية والسلع وقرار مجلس الوزراء رقم (١٣) لسـنة ٢٠٠٠ فـي شأن نظام عمل هيئة الأوراق المالية والسلع.[٢٧]

وقد تصمن قرار مجلس الوزراء رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٠ أحكامـا هامـة فـي بالنسبة لآلية تنظيم الأسواق المالية من خلال هيئة الأوراق المالية والسـلع. حيـث يؤكد هذا القرار على أهداف الهيئة والصلاحيات الممنوحة لها لتمكينها من الرقابـة والإشراف على عمل أسواق الأوراق المالية والسلع في دولـة الإمـارات العربيـة المتحدة. ولكن يعيب القرارات الثلاثة المذكورة أنها أتت بأحكام مكررة سبق ذكرهـا في القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة ٢٠٠٠. في حين كان من المفتـرض أن تكـون هذه القرارات موضحة ومفصلة للأحكام المذكورة في القانون الاتحـادي رقـم (٤) لسنة ٢٠٠٠. فعلى سبيل المثال يبدوأن هناك تكرارا في تحديد أهداف هيئة الأوراق المالية والسلع، هذه الأهداف سبق ذكرها في القانون الاتحادي رقم (٤) لعام ٢٠٠٠. وبالرغم من ذلك أتت المادة (٧) من قرار مجلس الوزراء رقم (١٣) لسـنة ٢٠٠٠ لتشير إلى أن من أهداف هيئة الأوراق المالية والسلع توفير منـاخ جيـد لاسـتثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الـوطني

(27) Anthony Watson, *United Arab Emirates: Federal Securities Regulations*. 3 Journal of International Financial Markets 29 (2001). and Charles S. Laubach and Amjad A. Khan, *United Arab Emirates: Securities and Commodities Market*. 2 Journal of International Financial Markets 40 (2000).

ويؤمن سلامة المعاملات ويحمي المستثمرين، العمل على تأمين الاستقرار المالي والاقتصادي، حماية حاملي الأوراق المالية والمستثمرين والجمهور على نحو يضمن سلامة المعاملات ودقتها، تنظيم وتطوير ومراقبة أسواق الأوراق المالية والسلع، نشر الوعي الاستثماري عن طريق إجراء الدراسات وتقديم التوصيات. كما تنص المادة (٨) من قرار مجلس الوزراء رقم (١٣) لسنة ٢٠٠٠ على السلطات الممنوحة للهيئة لتمكينها من القيام بوظائفها وتحقيق أهدافها. ولكن هناك أيضا تكرار في الإشارة إلى مثل هذه السلطات؛ إذ سبق أن نصت المادة (٤) من القانون الاتحادي رقم (١٤) لسنة ٢٠٠٠ على الصلاحيات الممنوحة للهيئة. [٢٨]

ولذلك فإننا نرى أنه على الرغم من الصلاحيات الممنوحة للهيئة هناك حاجة منح صفة الضبط القضائي لهيئة الأوراق المالية والسلع للبحث والتحقيق في الجرائم المتعلقة بسوق الأوراق المالية. ينبغي أن تمكن الهيئة من مواجهة الجرائم المالية عن طريق منحها السلطات اللازمة للتحقيق في مثل هذه الجرائم المستحدثة والمعقدة. ويجب تمكين الهيئة من مواجهة العناصر الإجرامية التي يمكن أن تتلاعب بالسوق، ويمكن أن تشكل خطرا على النظام المالي للدولة. ويمثل تمكين الهيئة من مواجهة الجرائم المالية في نفس الوقت حماية للأسواق المالية ومصالح المستثمرين.

وكان من الأولى على المشرع الإماراتي الاستفادة من تجارب الدول الأخرى، خصوصاً تلك الدول التي تتميز بمنح صفة الضبط القضائي لجهات إدارية بغرض الكشف عن الجرائم والمخالفات التي تقع في نطاق الاختصاص النوعي لهذه الجهات الإدارية. ففي فرنسا على سبيل المثال أنشأت لجنة عمليات البورصة (Commission

(28) Charles S. Laubach, *UAE: Stock Market Law*. 1 Journal of International Financial Markets 28 (1999).

des Opérations de Bourse (COB) بموجب القانون رقم ٥٩٧ لسنة ١٩٩٦ للإشراف على عمليات البورصة وتنظيم السوق. وقد أعطى المشرع الفرنسي للجنة عمليات البورصة سلطات واسعة لتمكينها من أداء وظائفها، ومن أهم هذه السلطات سلطة التحقيق. حيث يحق للجنة عمليات البورصة أن تطلب من مدققي حسابات الشركات تزويدها بالمزيد من البيانات والمعلومات عن الشركات العاملة في البورصة متى رأت ضرورة القيام بالبحث والاستدلال في وقائع معينة. ويحق للجنة عمليات البورصة أن تكلف الإدارات التابعة لها بإجراء التحقيق إذا رأت أن هناك معلومات كافية عن وقوع جرائم أو مخالفات تتعلق بعمليات البورصة. بعد ذلك تقوم الإدارات التابعة للجنة بتسليمها التقرير الخاص بالتحقيق لتتمكن اللجنة بدورها من البدء في المرحلة الأولى من الإجراءات وهي مرحلة التحقيق الحضوري. حيث يتم في هذه المرحلة إخطار صاحب الشأن بالمخالفات الموجهة إليه، ويمكن من الدفاع. وفي نهاية التحقيق يحق للجنة عمليات البورصة أن تقرر ألا وجه لمتابعة الإجراءات أو أن تقرر توقيع الجزاء حسب القوانين والأنظمة المعمول بها.[٢٩] وميزة هذا النظام أنه يتضمن منح صفة الضبط القضائي للجهة التنظيمية للأسواق بما يمكنها من تطبيق القوانين والأنظمة ومواجهة الجرائم المالية، والمخالفات المرتكبة فيما يتعلق بأعمال السوق. ونظرًا لأن الجهة التنظيمية هي التي تملك الإمكانيات والخبرات التي تمكنها من الإشراف على الأسواق فإنه من باب أولى أن تكون هي المختصة بإجراء التحقيق فيما يقع بالمخالفة لقوانين وأنظمة السوق.

(٢٩) د. محمد حلمي عبدالتواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، ١٣٢-١٣٥ (٢٠٠٤).

ونرى أيضا أنه من المسائل التي تثير النقاش الحدود الفاصلة بين سلطات كـل من هيئة الأوراق المالية والسلع وسوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المـالي. حيث إن لكل من السوقين سلطات فيما يتعلق بـإدراج الأوراق الماليـة وتـرخيص الوسطاء الماليين للعمل في السوق. وتكمن الإشكالية في أن القانون لم يـنص علـى وجه التحديد ما هي الجهة المختصة بقبول إدراج الأوراق المالية وبالرغم من قيـام الأسواق بقبول إدراج الأوراق المالية إلا أن القانون لم ينص على وجه التحديد على تفويضها هذه الصلاحيات. ولم ينص القانون بشكل واضح على الجهـة المختصـة بالإشراف على مدى تنفيذ الشركات المصدرة للأوراق المالية للالتزامات المسـتمرة كالالتزام بالإفصاح الدوري عن المعلومات. وعلى الرغم من ذلك فإنه من الناحيـة العملية فإن القرارات الإدارية تحل محل القصور الوارد في القوانين والأنظمة. حيث إن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع أصدر مجموعة من القرارات التي تنظم عمليات الإدراج مثال ذلك القرار بشأن الإدراج المشترك.

وبإمكاننا الرجوع إلى ممارسات الدول الرائدة في مجال تنظيم أسـواق المـال لتلافي القصور الناتج عن عدم وضوح الحدود الفاصلة بين سلطات كل مـن هيئـة الأوراق المالية والسلع وسوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبـي المـالي. ففـي المملكة المتحدة على سبيل المثال تملك سلطة الخدمات المالية (Financial Services Authority) سلطة النظر في طلبات إدراج الأوراق المالية فـي أيٍ مـن الأسـواق المالية في المملكة المتحدة. وتسمى هذه السلطة بسلطة الإدراج (Listing Authority). ومن مزايا هذا النظام أنه يضمن وجود جهة محايدة للنظر في طلبات إدراج الأوراق المالية، بحيث تنظر هذه الجهة في عدة معايير موضوعة، من أهم هذه المعايير مدى كفاءة الشركة المصدرة للأوراق المالية للالتزام بالأنظمـة المطبقـة فـي السـوق،

وخصوصاً قواعد الإفصاح والشفافية. وبتطبيق هذا النظام يمكن تلافي القصور الذي قد ينشأ نتيجة إدراج سلطات السوق أوراقاً ماليةً لشركات ليست لديها الكفاءة للالتزام بالأنظمة المطبقة في السوق.(٣٠)

هناك إشكالية أخرى تواجه تنظيم الخدمات المالية وأسواق المال في دولة الإمارات وهي وجود أكثر من جهة منظمة. وفي الواقع فإن دولة الإمارات العربية المتحدة ليس لديها هيئة تنظيمية موحدة تضطلع بتنظيم مختلف الخدمات المالية وأسواق المال، بل هناك المصرف المركزي ووزارة الاقتصاد وهيئة الأوراق المالية والسلع.(٣١) حيث إن المصرف المركزي هي الجهة التنظيمية للأعمال المصرفية والاستثمارية. وبموجب الفصل الخامس من القانون الاتحادي رقم ١٠ لسنة ١٩٨٠ في شأن المصرف المركزي والنظام النقدي وتنظيم المهنة المصرفية فإن المصرف المركزي كان الجهة المختصة بالترخيص للوسطاء الماليين وشركات الاستثمار. وكان للمصرف المركزي سلطة إصدار القواعد التي تنظم منح مثل هذه التراخيص.

---

(30) Financial Services Authority, The Transfer of the UK Listing Authority to the FSA, Consultation Paper 37, London: FSA 14-15 (1999).
ونشير هنا إلى أن الشركات أوالجهات المصدرة للأوراق المالية تقع عليها عدة التزامات الغرض منها الوقوف على المركز المالي للشركة وأية تعديلات جوهرية في وضع الشركة تؤثر في أسعار الأوراق المالية المدرجة. ومن أهم هذه الالتزامات تلك المتعلقة بالإفصاح والقوائم والتقارير المالية وإخطار السوق عن أية معلومات جوهرية. انظر: د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، ١٠٠ (٢٠٠٧).

(٣١) وبالمقارنة فإن الاتجاه الحديث في الدول المتقدمة هوإنشاء جهة منظمة وحيدة وتفويضها جميع السلطات اللازمة لتنظيم الخدمات والأسواق المالية. وتعد المملكة المتحدة من الدول الرائدة في هذا المجال حيث تم إنشاء "سلطة الخدمات المالية" في العام ١٩٩٧ وتم تفويضها جميع السلطات اللازمة لتكون هي الجهة المختصة بتنظيم أسواق المال والخدمات المالية والإشراف على مختلف الشركات والمؤسسات العاملة في مجال الخدمات المالية. انظر:
James Bagge, *The Future for Enforcement under the New Financial Services Authority*. 19 Company Lawyer 194 (1998).

ولكن في العام ٢٠٠٦ نقلت سلطة ترخيص الوسطاء الماليين وشركات الاستثمار إلى هيئة الأوراق المالية والسلع. ويمثل تفويض مثل هذه السلطات للهيئة تمكينا لها من المزيد من الإشراف على الأسواق وعلى أعمال المؤسسات المالية مثل الوسطاء الماليين وشركات الاستثمار. إلا أننا نرى أن مثل هذا التغيير الجزئي لا يكفي وأنه لا تزال هناك حاجة إلى سياسة شاملة وواضحة وإلى مجموعة متكاملة من القوانين لترخيص مختلف المؤسسات التي تقدم الخدمات المالية والإشراف عليها.[٣٢] وزارة الاقتصاد هي المسؤولة عن تنفيذ الأحكام الواردة في قانون الشركات الاتحادي رقم (٨) لسنة ١٩٨٤ فيما يتعلق بتأسيس شركات المساهمة العامة والاكتتابات العامة. وإلى جانب ذلك تختص وزارة الاقتصاد بتنظيم أعمال التأمين. وكشفت السنوات الأولى من عمل هيئة الأوراق المالية والسلع ووزارة الاقتصاد عن بعض القصور في مجال تنظيم تأسيس شركات الساهمة العامة والاكتتابات العامة بما لا يتعارض مع الحفاظ على استقرار سوق الأوراق المالية. مثال ذلك اشتراط طرح الشركات ما لا يقل عن ٥٥% من أسهمها للاكتتاب العام لتحولها إلى شركة مساهمة عامة وإدراج أسهمها في السوق. وجود هذا الشرط كان عائقا لكثير من الشركات للتحول إلى مساهمة عامة، وخصوصاً تلك الشركات العائلية التي يرغب الشركاء فيها في السيطرة على إدارة الشركة فيما بعد التحول. ولحل هذه الإشكالية أصدر القانون الاتحادي رقم ١٠ لسنة ٢٠٠٧ بشأن تعديل بعض أحكام القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ الخاص بالشركات التجارية بحيث تضمن تعريفا للشركات العائلية المحلية التي تتحول إلى شركة مساهمة عامة وجواز احتفاظ الشركاء بنسبة لا تزيد

(32) International Monetary Fund, United Arab Emirates: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the United Arab Emirates 39 (2006).

عن ٧٠ بالمائة من رأسمالها، وطرح ما لا يقل عن ٣٠ بالمائة منه للاكتتاب العام.[٣٣]

لذلك نرى أنه في السنوات الأولى من عمل هيئة الأوراق المالية والسلع تبين أن هناك حاجة لنقل بعض السلطات من الجهات الأخرى إلى الهيئة لتواكب التطور الحاصل على مستوى تنظيم الخدمات المالية وأسواق المال بما يحقق القيمة المضافة لاقتصاد الدولة. وعلى هذا الأساس صدر من المجلس الوزاري للخدمات القرار رقم ٣ / ٣ لعام ٢٠٠٧، لنقل سلطة الإشراف على الاكتتابات العامة من وزارة الاقتصاد إلى هيئة الأوراق المالية والسلع.

المبحث الثالث

تنظيم أسواق المال والخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي

Dubai International Financial Centre (DIFC)

ويقسم هذا المبحث إلى مطلبين هما، المطلب الأول: إنشاء مركز دبي المالي العالمي، المطلب الثاني: تنظيم أسواق المال، والخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي.

المطلب الأول

إنشاء مركز دبي المالي العالمي

تقع المراكز المالية العالمية في نيويورك بالولايات المتحدة، ولندن في أوروبا، وهونج كونج، وسنغافورة في جنوب شرق آسيا. وفي المقابل فإن المنطقة الجغرافية الشاسعة الواقعة بين أوروبا وجنوب شرق آسيا لا يوجد بها مركز مالي عالمي

---

(33) Andrew Henderson and Antony Hainsworth, *Financial Regulation in the UAE*. 26 International Financial Law Review 12 (2007).

بالرغم من العدد الكبير من السكان والإمكانات الاقتصادية التي تتمتع بها هذه المنطقة بالإضافة إلى احتياجاتها المالية والاقتصادية. وإمارة دبي لكونها جزءًا من هذه المنطقة وضعت خطة شاملة لتكون على خارطة العالم المالية كمركز عالمي للتجارة الدولية. وأحد أهم مرتكزات خطة دبي تحولها إلى مركز مالي عالمي على غرار المراكز المالية العالمية الموجودة في أمريكا وأوروبا وجنوب شرق آسيا. (٣٤)

يعتبر إنشاء مركز دبي المالي العالمي في العام ٢٠٠٤ خطوةً جريئة في تعزيز دور إمارة دبي كمركز للأعمال وبوابة لرؤوس الأموال والاستثمارات في المنطقة. ويوفر المركز فرصاً جديدة للمؤسسات المالية الرائدة على مستوى العالم، وذلك عن طريق إتاحة الفرصة لهذه المؤسسات لإنشاء مقرات إقليمية لها في المركز والاستفادة من الإمكانيات المالية والاقتصادية للمنطقة. يوفر مركز دبي المالي العالمي العديد من المزايا للشركات والمؤسسات منها حرية التملك الكامل للشركات بالنسبة للأجانب، والإعفاء من الضرائب لمدة ٥٠ سنة القادمة. وكان قرار حكومة دبي القاضي بإنشاء مركز دبي المالي العالمي الذي يهدف إلى تحويل مدينة دبي إلى مركز إقليمي لصناعة المال. ومن المخطط لمركز دبي المالي العالمي أن يكون إضافة نوعية لصناعة المال على مستوى العالم، ومن المتوقع أن يسهم في النمو الاقتصادي لدبي ولدولة الإمارات العربية المتحدة والمنطقة ككل. ويهدف مركز دبي المالي العالمي إلى القيام بدور حيوي في التنمية الاقتصادية في المنطقة عن طريق تحقيق الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الخاصة والحكومية. ويهدف مركز دبي المالي العالمي للقيام بدوره الاقتصادي من خلال تحقيق الأهداف التالية: توسيع نطاق الأدوات المالية التي تقدمها المصارف لتشمل الأدوات المالية الحديثة إلى جانب

(34) PriceWaterHouseCoopers, Doing Business in the Dubai International Financial Centre 8 (2006).

الأدوات المالية التقليدية وتوفير فرص للاستثمارات الأجنبية للاستفادة من السيولة المتاحة في هذه المنطقة التي تتميز بثروات كبيرة على مستوى الحكومات والأفراد، ويعمل المركز كذلك على المساهمة في تسهيل عمليات الخصخصة، والتي بدورها سوف تحفز تحرير التجارة في المنطقة، وإلى جانب ذلك يهدف المركز إلى أن يكون نموذجاً لتطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة، ويهدف إلى دعم توسع الشركات في القطاع الخاص، وإلى العمل على تطوير مركز عالمي للتمويل الإسلامي لتلبية الطلب المتزايد عليه.[٣٥]

تمت صياغة القوانين والأنظمة في مركز دبي المالي العالمي لتعكس المعايير الدولية وأفضل الممارسات في التنظيم والشفافية. ويهدف مركز دبي المالي العالمي من ذلك إلى كسب ثقة كل من الهيئات التنظيمية الدولية والاستثمارات الدولية. وتضمن إنشاء المركز أيضا استحداث هيئة تنظيمية مستقلة وهي "سلطة دبي للخدمات المالية "Dubai Financial Services Authority" والتي تعمل على تطبيق أفضل الممارسات المتبعة على مستوى العالم في مجالات تنظيم أسواق المال والخدمات المالية. ويشير البعض إلى أن ما تم إنجازه في مركز دبي المالي العالمي يعد سابقة ليس على مستوى دبي فقط، وإنما على مستوى العالم ككل. ذلك أنه تم استثناء المنطقة الحرة للمركز من جميع القوانين الاتحادية النافذة على مستوى دولة الإمارات، وكذلك من القوانين المحلية النافذة على مستوى إمارة دبي سواءً القوانين المدنية أو التجارية أو الإدارية (فيما عدا القوانين الجنائية فإنها تظل سارية على المنطقة الحرة لمركز دبي المالي العالمي). والهدف من هذا الاستثناء هوأن تقدم

---

(٣٥) PriceWaterHouseCoopers، المرجع السابق، ١٠.

المنطقة الجغرافية لمركز دبي المالي العالمي على بياض ليتم سن قوانين وأنظمة جديدة كليا لتشكل إطاراً قانونياً جديداً يمكن صياغته وفقا لأفضل الممارسات في العالم. (٣٦)

كانت هناك عدة خطوات قانونية سبقت إنشاء مركز دبي المالي العالمي. تمثلت أول خطوة قانونية في تعديل المادة (١٢١) من دستور دولة الإمارات العربية المتحدة لتمكين السلطة الاتحادية من إنشاء المناطق الحرة وإعفائها من القوانين الاتحادية. وبموجب هذا التعديل أصدر رئيس الدولة القانون الاتحادي رقم (٨) لسنة ٢٠٠٤ في شأن المناطق الحرة المالية والذي يخول كل إمارة سلطة إقامة منطقة حرة مالية. وأهم ما جاء به هذا القانون هو إعفاء جميع المناطق الحرة المالية من القوانين المدنية والتجارية المعمول بها في دولة الإمارات العربية المتحدة. ولكن القانون يؤكد على الرغم من ذلك أن القوانين الجنائية وقوانين مكافحة غسل الأموال والقوانين الإدارية تظل سارية على مثل هذه المناطق الحرة. وبعد صدور هذا القانون صدر عن صاحب السمو رئيس الدولة المرسوم الاتحادي رقم (٣٥) لسنة ٢٠٠٤ بإنشاء مركز دبي المالي العالمي، كمنطقة حرة مالية في إمارة دبي. وينص هذا القانون على إعفاء المنطقة الحرة لمركز دبي المالي العالمي في إمارة دبي من القوانين الاتحادية المدنية والتجارية. وبعد صدور التعديل الدستوري والقوانين الاتحادية تمكنت إمارة دبي من إصدار مجموعة كاملة من القوانين لإنشاء مركز دبي المالي العالمي. صدر قانون دبي رقم (٩) لسنة ٢٠٠٤ في شأن إنشاء مركز دبي المالي العالمي. هذا القانون ينص على الاستقلال المالي والإداري لمركز دبي المالي العالمي. وينص القانون أيضا على إعفاء هيئات ومؤسسات مركز دبي المالي

(36) Michael Blair and Jamie Orchard, *Legal Issues arising in the new Dubai International Financial Centre*. 20 Journal of International Banking Law and Regulation 207 (2005).

العالمي والعاملين فيه من القواعد والأنظمة النافذة في إمارة دبي. وبالإضـــافة إلـــى ذلك، ينص هذا القانون على إنشاء الهيئات التنظيمية والسلطات الإدارية الضـــرورية من أجل تفعيل مركز دبي المالي العالمي. أهم هذه السلطات هي سلطة رئيس مركز دبي المالي العالمي والذي يعين بموجب مرسوم من حاكم دبي وسلطة مركـــز دبـــي المالي العالمي وسلطة دبي للخدمات المالية وهي الهيئة التنظيمية للمركـــز ومحـــاكم مركز دبي المالي العالمي.(٣٧)

المطلب الثاني
تنظيم أسواق المال والخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي

سلطة دبي للخدمات المالية (Dubai Financial Services Authority DFSA) هي الجهة التنظيمية لأسواق المال والخدمات المالية في مركز دبـــي المـــالي العـــالمي. وبالرغم من أنه تم إنشاء عدد من السلطات والدوائر ضمن مركز دبي المالي العالمي إلا أنه لغرض هذا البحث فإننا نركز على سلطة دبي للخدمات المالية حيـــث إنهـــا الهيئة التنظيمية المختصة بتنظيم مختلف الخدمات المالية في المركز. وكانت ســـلطة دبي للخدمات المالية قد أنشئت بموجب قانون دبي رقم (٩) لسنة ٢٠٠٤ فـــي شـــأن إنشاء مركز دبي المالي العالمي. ووفقا لأحكام القانون التنظيمي، قانون مركز دبـــي المالي العالمي رقم (١) لسنة ٢٠٠٤ فإن سلطة دبي للخدمات المالية هـــي الســـلطة التنظيمية المختصة، وتكون جزءًا من الهيكل التنظيمي لمركز دبي المالي العـــالمي. وسلطة دبي للخدمات المالية لا تخضع للقوانين الاتحادية والمحلية النافذة في إمـــارة دبي فيما يتعلق بالمعاملات المدنية والتجارية. ومن المهم أيضًا الإشارة إلى أن سلطة

(٣٧) Michael Blair and Jamie Orchard، المرجع السابق، ٢٠٩.

دبي للخدمات المالية مستقلة عن هيئة الأوراق المالية والسلع، حيث إن هيئة الأوراق المالية والسلع هي التي تتولى مسؤولية تنظيم أسواق المال في الدولة في حين أن سلطة دبي للخدمات المالية مسؤولةً عن تنظيم الخدمات المالية وأسواق المال في المنطقة الحرة لمركز دبي المالي العالمي. (٣٨)

سلطة دبي للخدمات المالية هي الجهة التنظيمية المكلفة بإصدار التراخيص وتسجيل المؤسسات والأفراد للقيام بالخدمات المالية والخدمات المساعدة في أومن مركز دبي المالي العالمي. في سبيل إصدار التراخيص وتسجيل المؤسسات والأفراد للعمل في مركز دبي المالي العالمي تقوم سلطة دبي للخدمات المالية بدراسة مدى استيفاء هؤلاء الأفراد والمؤسسات للمعايير المطلوبة منها حسب القوانين والأنظمة المعمول بها في المركز. ولسلطة دبي للخدمات المالية أيضا مهام الإشراف على عمل السوق وتنظيمه.(٣٩)

ومنذ إنشائها عملت سلطة دبي للخدمات المالية على إيجاد إطار قانوني تنظيمي مبني على مبادئ النزاهة والشفافية والكفاءة مع مراعاة المعايير الدولية وأفضل الممارسات على مستوى العالم في مجال التنظيم. واستفادت سلطة دبي للخدمات المالية من توظيف كفاءات في مجال التنظيم على مستوى العالم ومن صياغة الأنظمة على بياض بعد أن تم استثناء المركز من القوانين الاتحادية والمحلية وأيضا.

أحد الأهداف الرئيسية لمركز دبي المالي العالمي هوتوفير مثال لما يجب أن تكون عليه القوانين والأنظمة في باقي أسواق الأوراق المالية الإقليمية. حيث كان

---

(38) Price Water House Coopers, Doing Business in the Dubai International Financial Centre 12 (2009).

(٣٩) Price Water House Coopers، المرجع السابق، ١٣.

الهدف من وراء إنشاء المركز أن يكون معلما بارزا في مجال تطوير وتنظيم الأسواق المالية الإقليمية من خلال رفع مستوى المعايير التنظيمية. أصدر مركز دبي المالي العالمي مجموعة قوانين متكاملة ابتداء من قانون الشركات وقانون الالتزامات وقانون التحكيم وقانون الإفلاس وقانون الشراكة العامة وقانون الشراكة ذات المسؤولية المحدودة. وأصدر المركز وسلطة دبي للخدمات المالية مجموعة متكاملة من الأنظمة القانونية المتقدمة التي تتماشى مع المعايير الدولية وأفضل الممارسات. ولم يقف إنجاز مركز دبي المالي العالمي وسلطة دبي للخدمات المالية عند إصدار مجموعة متكاملة من القوانين والأنظمة بل هناك تقييم ذاتي مستمر لمثل هذه القوانين والأنظمة لتتماشى مع ما يستجد في مجال المعايير الدولية وأفضل الممارسات. ونجحت سلطة دبي للخدمات المالية في الحصول على الاعتراف الدولي في وقت قصير، وخاصة من الاتحاد العالمي لهيئات الأوراق المالية (International Organization of Securities Commission (IOSCO)، حيث وقعت سلطة دبي للخدمات المالية مذكرة تفاهم متعددة الأطراف مع الاتحاد العالمي لهيئات الأوراق المالية. ويسمح بقبول الجهات المتقدمة للتوقيع على مذكرة التفاهم مع التنظيمية عقب تقييم صارم للنظام التشريعي والتنظيمي لتلك الجهات. وتعد سلطة دبي للخدمات المالية أول هيئة تنظيمية في المنطقة توقع على هذه المذكرة. وتتمثل الجهات الموقعة على المذكرة في مراكز المال الرئيسية في العالم مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة وهونج كونج وسنغافورة. [٤٠]

---

(40) International Monetary Fund, United Arab Emirates- Dubai International Financial Centre: Financial Sector Assessment Program- Detailed Assessment of Observance of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation 7 (2007).

من المسائل التي تثير النقاش أن النظام القانوني لمركز دبي المالي العالمي مبني على النظام القانوني الإنجليزي (الأنجلو- ساكسوني) وهو نظام قانوني مختلف جذريا عن النظام القانوني لدولة الإمارات العربية المتحدة.

النظام القانوني لدولة الإمارات العربية المتحدة مبني على نظام القانون المدني، والذي يسمى في الدول العربية بالنظام الفرنسي، في حين أن المملكة المتحدة هي مصدر نظام القانون المشترك (common law) ويسمى أيضاً القانون الأنجلو- ساكسوني وأحياناً الشرع العام. وتختلف الخصائص العامة لهذين النظامين القانونيين اختلافا جوهريا. فعند المقارنة بين النظامين القانونيين فيما يتعلق بمسألة قانونية معينة فإنه من المتصور أن النظام القانوني الأنجلو- ساكسوني يحل المسألة القانونية عن طريق السوابق القضائية؛ لأن التدوين ليس من خصائص هذا النظام القانوني. بينما في النظام الفرنسي يكون البحث عن حل المسألة القانونية في التشريع والتقنين؛ لأن الاعتماد على التفسير القضائي والسوابق القضائية يكون محدودا في هذا النظام القانوني. ويطلق على هذا المعيار للتمييز بين النظامين معيار "المدون وغير المدون". هناك معيار هام آخر هو"التوقع" والذي يرتبط ارتباطا وثيقا بمعيار "المدون وغير المدون". ومفاد هذا المعيار أن النظامين القانونيين يختلفان من حيث توقع المسألة القانونية والنص على حل لها. حيث إن النظام الفرنسي مبني على توقع المسألة القانونية والنص على حل مسبق لها، بينما النظام الأنجلو- ساكسوني يمنح القضاء سلطة أوسع لتقديم حل للمسألة القانونية. [٤١]

وفي رأينا يمكن تبرير أخذ مركز دبي المالي العالمي بالنظام القانوني الإنجليزي لأكثر من سبب.

(41) Philip R. Wood, Comparative Financial Law 24 (1995).

أولاً: أن أنظمة أسواق المال تختلف عن باقي القوانين الأساسية للنظام القانوني الإنجليزي. على سبيل المثال إن قانون الخدمات المالية وأسواق المال لسنة ٢٠٠٠ (Financial Services and Markets Act 2000) في المملكة المتحدة ينص على تفاصيل دقيقة لحل المسائل القانونية التي تواجه القضاء والهيئة التنظيمية. وبذلك يكون من النادر الاعتماد على السوابق القضائية والتفسير القضائي.

ثانياً: هناك توجه لتطبيق نظام التقنين في المملكة المتحدة في السنوات الأخيرة وذلك لاستيفاء متطلبات الاتحاد الأوروبي الذي يسعى إلى توحيد الأحكام القانونية في الدول التابعة له. ولذلك قامت المملكة المتحدة بإصدار عدد من القوانين واللوائح لتنفيذ توجيهات الاتحاد الأوروبي.

ثالثاً: هناك حاجة عملية لتطبيق النظام الإنجليزي في المنطقة الحرة لمركز دبي المالي العالمي. حيث كان الهدف من إنشاء المركز تحويل إمارة دبي إلى مركز مالي عالمي. ولتحقيق هذا الهدف يجب أن يكون هناك نظام قانوني يتماشى مع الأنظمة القانونية في المراكز المالية العالمية في كل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وهونج كونج وسنغافورة. ذلك أن الاستثمارات الأجنبية وكبرى المؤسسات المالية الأجنبية تتجه نحو الأسواق التي تتميز بأنظمة قانونية عالمية وتتفادى المخاطرة بدخول الأسواق المحلية التي تكون أنظمتها القانونية غير واضحة. رابعاً: أن مركز دبي المالي العالمي هو بمثابة منطقة حرة، وتسري قوانينها على الحدود الجغرافية للمركز.

النظام القانوني المبني على القانون الإنجليزي قد يكون عامل جذب للمؤسسات المالية العالمية والتي تكون أغلبها من مراكز مالية عالمية لها أنظمة قانونية مشابهة

(نيويورك، لندن، هونج كونج، سنغافورة). والسبب في ذلك أن هذه المؤسسات تتفادى مخاطر الدخول في الأسواق المحلية التي تكون أنظمتها القانونية غير واضحة، بالإضافة إلى أن فرض التزامات قانونية مختلفة عن تلك المطبقة في بلدها الأم يعني فرض المزيد من التكاليف عليها. وعلى الرغم من ذلك فإننا نرى أنه بالرغم من أن النظام القانوني المعمول به في المركز يضاهي الأنظمة القانونية للمراكز المالية العالمية، إلا أن ذلك لا يكفي وحده لجذب المؤسسات والشركات والمستثمرين المحليين. ولعل السبب لا يكمن في النظام القانوني المعمول به في المركز بقدر ما يكمن في القيود الواردة على الأنشطة في المركز. وهذه القيود وردت في قرار مجلس الوزراء رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٧ في شأن اللائحة التنفيذية للقانون الاتحادي رقم (٨) لسنة ٢٠٠٤ في شأن المناطق المالية الحرة. حيث تمنع المادة الرابعة من القرار الشركات والمؤسسات المرخصة في المناطق المالية الحرة من أخذ الودائع من سوق الدولة ومن التعامل بدرهم الإمارات، بالإضافة إلى عدد من القيود الأخرى التي تهدف إلى حماية مصالح الشركات والمؤسسات المرخصة في الدولة.[٤٢] كل ذلك يؤكد أن إنشاء مركز دبي المالي العالمي يعد خطوة غير مسبوقة، وسيتبين في السنوات القادمة مدى نجاح المركز في تحقيق الأهداف المنوطة به.

لا شك أن أحد أهم أهداف إمارة دبي هوالتحول إلى مركز مالي عالمي، وهناك جهود حثيثة تبذل لتحقيق هذا الهدف والذي يعد من أولويات إمارة دبي. وجود هيئة الأوراق المالية والسلع كهيئة اتحادية مختصة بتنظيم الأسواق المالية على مستوى الدولة ومنها سوق دبي المالي وأسواق السلع التابعة لمركز دبي للسلع المتعددة،

(٤٢) قرار مجلس الوزراء رقم (٢٨) لسنة ٢٠٠٧ في شأن اللائحة التنفيذية للقانون الاتحادي رقم (٨) لسنة ٢٠٠٤.

ووجود سلطة دبي للخدمات المالية المختصة بتنظيم الأسواق المالية والخدمات المالية ضمن اختصاص محدود ويتمثل في المنطقة الجغرافية المحددة لمركز دبي المالي العالمي يشكل نوعا من التداخل والازدواجية، وعلى أقل تقدير فإننا نرى أن إمارة دبي بحاجة إلى عدم تشتيت الجهود والتركيز على التوصل إلى خطة واضحة لتطوير القوانين والأنظمة في جميع الأسواق المالية في إمارة دبي سواء كانت أسواق محلية أم عالمية. حيث إننا نرى أن القوانين والأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية المحلية في إمارة دبي ما زالت بحاجة إلى إعادة نظر وتعديلات جوهرية لتتماشى مع المعايير الدولية وأفضل الممارسات.

المبحث الرابع

تطور الخدمات المالية في دولة الإمارات بالأرقام

نستعرض في هذا المبحث بالأرقام والتحليل تطور الخدمات المالية وأسواق المال في دولة الإمارات في السنوات الأخيرة. والهدف من هذا المبحث هو إعطاء صورة دقيقة عن نمو وتطور الخدمات المالية وأسواق المال والشركات المساهمة العامة في دولة الإمارات. ويهدف هذا المبحث أيضاً إلى النظر في الدور التشريعي والتنظيمي والرقابي الذي قامت به كل من هيئة الأوراق المالية السلع وسلطة دبي للخدمات المالية. ومن خلال هذا المبحث يمكننا التحقق من فرضيات البحث التي تقول بأن السنوات الأخيرة شهدت توسعاً في أسواق المال، وبروزها كوسيط في عمليات التمويل وأن إنشاء الأسواق المالية والاهتمام بتطوير القوانين والأنظمة يساهم في نمو الشركات والأسواق والخدمات المالية بما يساهم في النمو الاقتصادي للدولة. ولتحقيق هذا الغرض اعتمدنا على آخر ثلاثة تقارير سنوية أصدرتها كل من

هيئة الأوراق المالية والسلع وسلطة دبي للخدمات المالية، وهي لأعوام ٢٠٠٦ و٢٠٠٧ و٢٠٠٨ على التوالي.

حققت هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات عدداً من الإنجازات الهامة في السنوات الأخيرة. ومن أهم هذه الإنجازات تلك المتعلقة بالتشريع وإصدار اللوائح والأنظمة، والتنظيم، والرقابة.

في العام ٢٠٠٦ وعلى المستوى التشريعي تمكنت هيئة الأوراق المالية والسلع من الانتهاء من مسودة قرار ضوابط حوكمة الشركات ومعايير الانضباط المؤسسي. وفي نفس العام تم نقل اختصاص ترخيص الوسطاء الماليين العاملين بمجال تداول الأسهم والسندات المالية والسلع من المصرف المركزي إلى هيئة الأوراق المالية والسلع. كما تمكنت الهيئة من إصدار اللوائح والأنظمة الخاصة بعملية التداول الإلكتروني. ورفعت الهيئة سقف متطلبات الترخيص لشركات الوساطة وذلك في إطار تعديل النظام الخاص بشركات الوساطة، هذا إلى جانب عدد من التعديلات التي أدخلتها الهيئة على اللوائح والأنظمة المطبقة لتنظيم أسواق المال والخدمات المالية في الدولة.[٤٣]

وعلى المستوى التنظيمي تمكنت هيئة الأوراق المالية والسلع خلال العام ٢٠٠٦ من الترخيص لعدد ٢٧ شركة مساهمة عامة ليصل إجمالي الشركات المقيدة لدى الهيئة ١١٧ شركة. وأصدرت الهيئة تراخيص لعدد ٤٠ شركة وساطة مالية خلال العام ٢٠٠٦ ليصل الإجمالي إلى ٩٥ شركة وساطة. إلى جانب ذلك أصدرت

(٤٣) هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٦، ١١ (٢٠٠٦).

الهيئة تراخيص لعدد ٦٨ شركة وساطة لمزاولة عملها في بورصة دبي للذهب والسلع.[٤٤]

ومن أهم أعمال الهيئة على المستوى الرقابي في العام ٢٠٠٦ التفتيش على شركات الوساطة وتوقيع الغرامات والإنذارات على الشركات المخالفة. وقامت الهيئة بالتحقيق في عدد ١٥٠ مخالفة توزعت بين شركات الوساطة وممثلي الوسطاء والشركات المدرجة وأعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية العليا والمستثمرين.[٤٥]

أما في العام ٢٠٠٧ وعلى المستوى التشريعي فقد تمكنت هيئة الأوراق المالية والسلع من إصدار ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي، وبدء تطبيقها على مراحل اعتباراً من أول مايو٢٠٠٧. وفي العام ٢٠٠٧ أصدرت الهيئة نظام التداول عبر الانترنت ونظام فصل الحسابات بين الوسطاء. وأعدت الهيئة في نفس العام مسودة نهائية لمشروع قانون الهيئة الجديد إلى جانب مسودة أولية لمجموعة من الأنظمة الجديدة.[٤٦]

وعلى المستوى الرقابي زادت عمليات التفتيش الدوري لشركات الوساطة في العام ٢٠٠٧. وأسفرت عمليات التفتيش الدوري على شركات الوساطة عن إيقاف ٣ شركات لفترات مؤقتة لمخالفتها للقوانين والأنظمة. وبلغ عدد المخالفات خلال العام ٢٢٨ مخالفة. وفي نفس العام تمكنت الهيئة من تطبيق التعديلات الخاصة بشروط ترخيص شركات الوساطة. وتنفيذاً لدورها الرقابي قامت الهيئة بإيقاف ١٣ شركة وساطة عن العمل لمخالفتها شروط الترخيص، وقد تم إعادة ٩ شركات منها للعمل

(٤٤) المرجع السابق، ١٢.
(٤٥) المرجع السابق، ١٣.
(٤٦) هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٧، ١ (٢٠٠٧).

بعد أن استكملت الشروط المطلوبة. كما قامت الهيئة بتفعيل تعميم مجلس إدارة الهيئة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال. وإلى جانب ذلك قامت الهيئة خلال العام ٢٠٠٧ بإجراء تحقيقين رسميين في بورصة دبي للذهب والسلع.[٤٧]

وعلى المستوى التنظيمي تمكنت هيئة الأوراق المالية والسلع خلال العام ٢٠٠٧ من استكمال شروط ومتطلبات القيد لعدد ١٠ شركات مساهمة عامة منها ٣ شركات أجنبية، تمهيداً لإدراجها بالأسواق المالية بالدولة، ليصبح عدد الشركات المدرجة ١٢٤ شركة. وقامت الهيئة بتجديد قيد ١١٢ شركة مساهمة عامة. وتم ترخيص عدد ٩ شركات وساطة جديدة للعمل في الأسواق المالية بالدولة، فيما تم إلغاء ترخيص شركتي وساطة بناءً على طلبهما. وتم الترخيص لعدد ٣٤ وسيطاً في بورصة دبي للذهب والسلع. وإلى جانب ذلك قامت الهيئة بمتابعة عدد ١٤ طلباً لتأسيس شركات مساهمة عامة أو شركات راغبة في التحول إلى شركات مساهمة عامة. كما قامت الهيئة بالتنسيق مع الأسواق لتنظيم عملية "الإدراج المشترك" التي يتم بمقتضاها إدراج أسهم الشركات المحلية في الأسواق الأجنبية والأسواق التابعة للمناطق المالية الحرة بالدولة. ومن المجالات التنظيمية الأخرى التي عملت عليها الهيئة خلال العام ٢٠٠٧ متابعة طلبات تأسيس الشركات المساهمة العامة، ومتابعة نشرات طرح أسهم رأس المال، والنظر في طلبات زيادة رأس المال للشركات المساهمة العامة، ومتابعة إفصاح الشركات المدرجة عن القرارات والأحداث الجوهرية، وتصنيف الشركات حسب أولوية الإفصاح، وغير ذلك من المجالات التنظيمية التي تدخل في اختصاصات الهيئة.[٤٨]

---

(٤٧) المرجع السابق، ٢.
(٤٨) المرجع السابق، ٢-٥.

أما في العام ٢٠٠٨، فعلى المستوى التشريعي فقد أصدرت الهيئة عدداً من الأنظمة الهامة، وهي: نظام التداول بالهامش، والقرار الخاص بالاستشارات المالية، والتحليل المالي، والقرار الخاص بالإدراج المشترك في الأسواق المالية، والقرار الخاص بإجراءات البناء السعري للأوراق المالية. هذا بالإضافة إلى عدد من التعديلات التي أدخلت على أنظمة الهيئة والمسودات التي اقترحتها الهيئة.[٤٩]

وعلى المستوى الرقابي فقد شهد العام ٢٠٠٨ إلغاء ترخيص ٣ شركات وساطة لعدم تمكنها من تعديل أوضاعها حسب النظام الجديد. وبلغ إجمالي التدابير الجزاءات المتخذة حيال الأشخاص والجهات المخالفة ٢٦٣ مخالفة. كما قامت الهيئة خلال العام ٢٠٠٨ بإلزام الشركات المدرجة بتضمين بياناتها المالية للربع الثالث توضيحاً لأنشطتها الاستثمارية، والسياسات المحاسبية المتبعة في تصنيف هذه الاستثمارات، والإفصاح عن تفاصيل أخرى متعلقة بالودائع وتوقعات الأداء والخطط المستقبلية للعام ٢٠٠٩. كما قامت الهيئة بإلزام مدققي الحسابات بمجموعة من الضوابط والإجراءات بهدف رفع مستوى الشفافية في إدارة شركات المساهمة العامة وتعزيز حوكمة الشركات.[٥٠]

أما على المستوى التنظيمي فقد قامت الهيئة خلال العام ٢٠٠٨ بقيد ١٣ شركة مساهمة عامة (منها ٥ شركات محلية و٨ شركات أجنبية) ليرتفع بذلك عدد الشركات المقيدة لدى الهيئة إلى ١٣٧ شركة مساهمة عامة (منها ١٠٥ شركة محلية و٣٢ شركة أجنبية). كما قامت الهيئة بالترخيص لعدد ٤ شركات وساطة تتبع إحداها بنك HSBC الشرق الأوسط، وهي أول شركة وساطة بالدولة تابعة لبنك عالمي.

(٤٩) هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٨، ١(٢٠٠٨).
(٥٠) المرجع السابق، ١-٢.

وبذلك بلغ إجمالي عدد شركات الوساطة المرخصة والعاملة بأسواق الدولة ٩٨ شركة مع نهاية العام ٢٠٠٨. بالإضافة إلى ذلك قامت الهيئة بالنظر في طلبات اكتتاب زيادة رأس المال، وطلبات إصدار سندات قروض، ومراجعة دراسات الجدوى، وطلبات إعادة شراء الشركات لجزء من أسهمها.(٥١)

أما آخر ثلاثة تقارير سنوية أصدرتها سلطة دبي للخدمات المالية فهي تبين أهم التطورات على مستوى مركز دبي المالي العالمي. ففي العام ٢٠٠٦ أصدرت سلطة دبي للخدمات المالية عدداً من الأنظمة الهامة لتنظيم صناديق الاستثمار الجماعية، وائتمان الاستثمار، وائتمان الاستثمارات العقارية. أما من الناحية الرقابية فقد صدقت سلطة دبي للخدمات المالية على تعهد واجب النفاذ، ومنعت عدداً من الشركات والأفراد من تقديم خدمات مالية لقيامهم بتقديم معلومات مضللة والإعلان عن وضع تنظيمي زائف. أما فيما يتعلق بنمو الخدمات المالية فقد قامت سلطة دبي للخدمات المالية بترخيص ١٢٥ وحدة حتى نهاية العام ٢٠٠٦.(٥٢)

أما في العام ٢٠٠٧ فمن الناحية التشريعية أصدرت سلطة دبي للخدمات المالية قانوناً لتنظيم صناديق التحوط يتماشى مع أفضل الممارسات العالمية. وفيما يتعلق بنمو قطاع الخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي فقد بلغت الشركات المرخصة بنهاية العام ٢٠٠٧ أكثر من ٢٠٠ شركة. ورخصت سلطة دبي للخدمات المالية بورصة دبي للطاقة كأول بورصة لمشتقات السلع في مركز دبي المالي العالمي. أما فيما يتعلق بالدور الرقابي فقد تمكنت سلطة دبي للخدمات المالية من تحقيق خطوات ملموسة خلال العام ٢٠٠٧. ومن أبرز هذه الخطوات تمكن سلطة

---

(٥١) المرجع السابق، ٢-٣.
(٥٢) سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٦، ٤-٥ (٢٠٠٦).

دبي للخدمات المالية من ضبط عملية احتيال كبرى عن طريق الانترنت، وتمكنها أيضاً من الحصول على أوامر منع ضد البورصة الوهمية المدعوة بورصة دبي للخيارات.(٥٣)

أما في العام ٢٠٠٨ فقد أصدرت سلطة دبي للخدمات المالية أنظمة جديدة فيما يتعلق بتعامل شركات مركز دبي المالي العالمي مع عملاء التجزئة، وأيضاً فيما يتعلق بمكاتب الأعمال العائلية. وقد زاد عدد الشركات المرخصة من قبل سلطة دبي للخدمات المالية ليصل إلى ٣١٢ شركة مع نهاية العام. ومن أهم ما أنجزته سلطة دبي للخدمات المالية فيما يتعلق بالدور الرقابي فرضها غرامة مالية قدرها ٨٥٠,٠٠٠ دولار أمريكي على شركة مرخصة للتلاعب بالسوق و١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي لعرقلة التحقيقات.(٥٤)

يتضح لنا من خلال استعراض تطور الخدمات المالية في دولة الإمارات بالأرقام والتحليل أن كلاً من هيئة الأوراق المالية والسلع وسلطة دبي للخدمات المالية تمكنتا من تحقيق خطواتٍ هامة في مجالات التشريع والتنظيم والرقابة. ويتضح لنا أيضاً أن الاهتمام بتطوير القوانين والأنظمة يساهم في نمو وتطور الخدمات المالية وأسواق المال بما يساهم في النمو الاقتصادي للدولة.

---

(٥٣) سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٧، ٤-٥ (٢٠٠٧).
(٥٤) سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٨، ٤-٥ (٢٠٠٨).

النتائج والتوصيات

بدأت هذه الورقة البحثية بمقدمة تحدد إشكالية وأهداف ومــنهج البحــث. ثــم تناولت بعد ذلك أهمية أسواق المال وأهمية تنظيمها. ومن ثم استعرضت تجربة دولة الإمارات في مجال تنظيم أسواق المال، وتجربة مركز دبي المالي العالمي.

تعد الأسواق المالية مؤشرا مهما لاقتصاد الدولة، وتلعــب دورا رئيســيا فــي التوجيه الأمثل للموارد المالية نحو المشاريع التي تحقق نمواً حقيقيــاً. وفــي وقتنــا الحالي أصبحت أسواق المال والخدمات المالية متنوعة وبالغة الدقة والتعقيد. وعلــى نفس المنوال يجب أن تكون القوانين والأنظمة المعمول بها مواكبة للتطور الحاصل لكي تكون هذه الأسواق فعالة، وتوفر فرصاً استثمارية في بيئــة تتميــز بالشــفافية وعدالة السوق وحماية الاستثمارات وحقوق المستثمرين.

بالرغم من أن تجربة دولة الإمارات مع الأسواق المالية حديثة إلا أنها خطــت في السنوات الأخيرة خطوات عملاقة في مجال أنظمة وقوانين أسواق المال. يتبــين ذلك جليا في الإنجازات التي تحققت في هذا المجال في فترة زمنية لا تتجاوز عشر سنوات. فقد كانت دولة الإمارات سباقة في إنشاء هيئة تنظيمية متخصصة ومستقلة، ولها أهداف واضحة لتنظيم أسواق المال والخدمات المالية. وتتميز دولة الإمــارات عن باقي دول المنطقة بوجود أكثر من سوق مالي (سوق أبوظبي للأوراق الماليــة وسوق دبي المالي) ووجود أسواق للسلع (مركز دبي للسلع المتعددة). وإلى جانــب ذلك كان إنشاء مركز دبي المالي العالمي خطوة غير مسبوقة عالميًــا، وقــد تضــع إمارة دبي في المستقبل القريب في مصاف المدن العالمية في صناعة التمويل.

من أهم النتائج والتوصيات التي يمكن أن نستخلصها من هذا البحث ما يأتي:

- أن الأسواق والخدمات المالية لها دور مهم في اقتصاد الدولة. وأن تحديث وتعديل قوانين وأنظمة أسواق المال عملية مستمرة، وليس لها نهاية.
- ومن خلال استعراضنا لتجربة دولة الإمارات يتبين لنا بعض أوجه القصور سواء في بعض القوانين والأنظمة المعمول بها أم في آلية عمل الجهات التنظيمية. من ذلك القصور في تفويض المزيد من السلطات لهيئة الأوراق المالية والسلع. وفي هذا الصدد فإن الباحث يوصي بتفويض الهيئة مزيداً من السلطات لتنظيم مختلف الخدمات المالية المستحدثة مثل صناديق الاستثمار والاستشارات المالية على سبيل المثال. ونوصي أيضاً بتعديل النصوص القانونية المتعلقة بأهداف الهيئة لتتضمن المهام الجديدة الموكلة إليها عن طريق القرارات الوزارية مثل القرار رقم ٣ / ٣ لعام ٢٠٠٧ الصادر من المجلس الوزاري للخدمات لنقل سلطة الإشراف على الاكتتابات العامة من وزارة الاقتصاد إلى هيئة الأوراق المالية والسلع.
- ومن خلال استعراضنا للسلطات الممنوحة لهيئة الأوراق المالية والسلع استنتجنا أيضاً أنه ليس هناك نصوص قانونية صريحة بتفويض الهيئة صفة الضبطية القضائية. لذلك فإن الباحث يوصي بتفويض صفة الضبطية القضائية للهيئة وتمكينها من الإشراف على الأسواق واكتشاف الجرائم والمخالفات الواقعة والتحقيق فيها. بالإضافة إلى تمكينها من فرض الغرامات والجزاءات التأديبية على الشركات والأفراد المخالفين للقوانين والأنظمة.

- رأينا أيضا أنه من المسائل التي تثير النقاش الحدود الفاصلة بين سلطات كل من هيئة الأوراق المالية والسلع وسوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، وأن القانون لم ينص صراحةً من هي الجهة التي تملك سلطة النظر في طلبات إدراج الأوراق المالية. ولذلك فإن الباحث يوصي بأن تكون سلطة إدراج الأوراق المالية للهيئة، وأن تعمل الهيئة على تطوير النظام الخاص بالإدراج والعمل على المعايير العالمية فيما يتعلق بكفاءة الشركات وملاءتها لإدراج أوراقها في أسواق الدولة.

- ومن الأمور التي تثير النقاش وجود أكثر من سوق في إمارة دبي، ومدى حاجة الإمارة إلى تقليص التكاليف وإنشاء سوق موحدة. وبالرغم من أن هناك فرقاً كبيراً بين آلية عمل وأهداف كل من سوق دبي المالي ومركز دبي المالي العالمي، إلا أنه يجب إعادة النظر في مدى جدوى وجود أكثر من سوق مالي في إمارة دبي.

- من خلال استعراضنا لتطور الخدمات المالية بالأرقام تبين لنا أن السنوات الأخيرة شهدت نشاطاً تشريعياً وتنظيمياً ورقابياً لكل من هيئة الأوراق المالية والسلع وسلطة دبي للخدمات المالية. ولكن الباحث يوصي بأن يكون للهيئة لائحة إرشادية (Guidebook) موحدة تضم جميع الأنظمة الصادرة من الهيئة حتى يسهل الرجوع إليها من قبل المعنيين في قطاع الخدمات والأسواق المالية. ونوصي بإصدرا تصنيف رسمي من الهيئة لشركات الوساطة والشركات المدرجة على حسب التزام هذه الشركات بالقوانين والأنظمة المعمول بها.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

- د. طاهر شوقي مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، القاهرة: دار النهضة العربية (٢٠٠٧).
- د. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي (٢٠٠٧).
- د. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية (٢٠٠٩).
- د. عصام أحمد البهجى، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة (٢٠٠٩).
- د. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبوظبي: (٢٠٠٢).
- د. محمد الصيرفي، البورصات، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي (٢٠٠٧).
- د. محمد حلمي عبدالتواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، القاهرة: مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر (٢٠٠٤).

- د. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث (١٩٩٩).
- سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٦.
- سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٧.
- سلطة دبي للخدمات المالية، التقرير السنوي ٢٠٠٨.
- سوق أبوظبي للأوراق المالية، الالتزامات الخاصة بالشركات المدرجة، (غير منشور).
- سوق دبي المالي، دليل التحول إلى مساهمة عامة، دبي: سوق دبي المالي (٢٠٠٨).
- صالح راشد الحمراني، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية، دبي: مؤسسة البيان (٢٠٠٤).
- مجدي عبيد "دبي للسلع المتعددة يوازن تنظيم التجارة"، البيان الاقتصادي، الأربعاء ٥ أغسطس ٢٠٠٩م، العدد ١٠٦٤٠.
- الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع، متاح على الرابط:

http://scamo1.sca.ae/Arabic/legalaffairs/Pages/default.aspx.

تاريخ الإتاحة ٢٠٠٩/٨/٢٥.

- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٦.
- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٧.

- هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ٢٠٠٨.

المراجع الأجنبية:

- Alan A. Stephens and Caryn L. Beck-Dudley, The Efficient Market Theory and Insider Trading: Are We Ahead in the Right Direction? 27 American Business Law Journal 441 (1989).
- Andrew Henderson and Antony Hainsworth, Financial Regulation in the UAE. 26 International Financial Law Review 12 (2007).
- Anthony Watson, United Arab Emirates: Federal Securities Regulations. 3 Journal of International Financial Markets 29 (2001).
- Ball Ian, Definition of the Reporting Entity, Caulfield, Victoria: Australian Accounting Research Foundation (1988).
- Charles S. Laubach and Amjad A. Khan, United Arab Emirates: Securities and Commodities Market. 2 Journal of International Financial Markets 40 (2000).
- Charles S. Laubach, UAE: Stock Market Law. 1 Journal of International Financial Markets 28 (1999).
- Financial Services Authority, The Transfer of the UK Listing Authority to the FSA, Consultation Paper 37, London: FSA (1999).
- Iain MacNeil, An Introduction to the Law on Financial Investment, Oxford; Portland, Or.: Hart (2005).
- International Monetary Fund, United Arab Emirates- Dubai International Financial Centre: Financial Sector Assessment Program- Detailed Assessment of Observance of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, Washington, D.C.: International Monetary Fund (2007).
- International Monetary Fund, United Arab Emirates: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the United Arab Emirates, Washington, D.C.: International Monetary Fund (2006).

- James Bagge, The Future for Enforcement under the New Financial Services Authority. 19 Company Lawyer 194 (1998).
- L. C. B. Gower, “Big Bang” and City Regulation. 51 The Modern Law Review 1 (1988).
- Michael Blair and Jamie Orchard, Legal Issues arising in the new Dubai International Financial Centre. 20 Journal of International Banking Law and Regulation 207 (2005).
- Philip R. Wood, Comparative Financial Law, London: Sweet & Maxwell (1995).
- PriceWaterHouseCoopers, Doing Business in the Dubai International Financial Centre, Dubai: PWC, 1st edition, (2006).
- PriceWaterHouseCoopers, Doing Business in the Dubai International Financial Centre, Dubai: PWC, 2nd edition, (2009).
- René Stulz, Does Financial Structure Matters for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective, in Financial Structure and Economic Growth: a Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development 140. Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, eds. London Cambridge; Mass.: MIT (2004)